



## 금융상품의 이해(15): 신용연계채권(CLN)

이경아 연구원

■ 신용연계채권(CLN: Credit-Linked Notes)은 채권수익률에 준거자산의 신용위험을 연계시킨 신용파생상품으로서 ‘채권 + 신용부도스왑(CDS: Credit Default Swap)’ 투자와 유사함.

- 신용연계채권(이하 ‘CLN’이라 함)은 우발적 신용사건의 손실보전 의무에 대한 계약인 신용부도스왑(이하 ‘CDS’라 함)을 채권 형태로 증권화한 것으로서 CDS가 내재된 구조화된 채권임.
- CLN 투자자는 CLN 발행자의 무담보채권에 대한 투자자(buyer for unsecured bond)인 동시에 내재된 CDS가 참조하는 준거자산에 대한 신용위험 투자자(buyer for credit risk)로 간주될 수 있음.

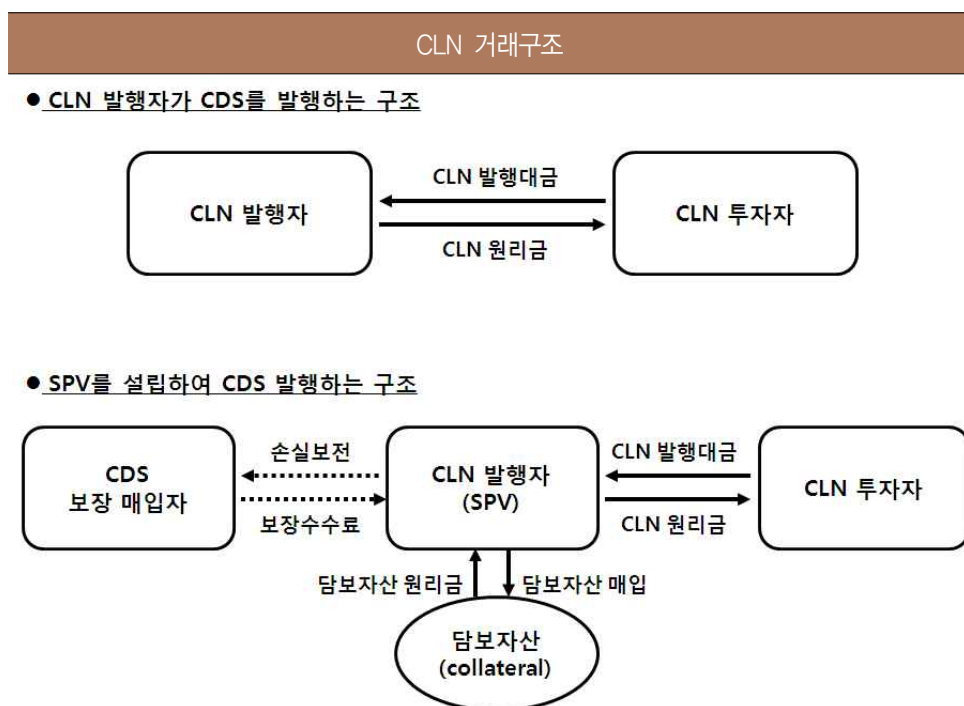
■ CLN은 신용위험의 이전수단이라는 점에서 CDS와 유사한 효용을 제공하기는 하지만 거래구조, 현금흐름, 거래상대방위험(counterparty risk) 정도에서 CDS와 차이점을 지님.

- 첫째, CDS는 별도의 초기 현금흐름 없이 보장매입자가 보장매도자에게 보장수수료(CDS premium)만 지불하면 거래가 성립하는 unfunded structure인 반면, CLN은 채권매입을 위한 초기 자금조달이 수반되는 funded structure임.
- 둘째, CLN은 CDS와 마찬가지로 신용위험에 대한 헤지/투자가 가능하지만 파생상품이 아니라 채권으로 분류됨.
  - 파생상품거래 제약조건 등이 비교적 까다로운 연기금, 보험사들도 CLN 투자에 참여할 수 있음.
- 셋째, CDS 거래에서 보장매도자에 비해 보장매입자의 거래상대방위험이 상대적으로 높는데, CLN의 경우 채권거래 대금을 사전에 수취하므로 보장매입자의 거래상대방 위험이 제거될 수 있음.
  - CDS 거래에서 보장매입자는 수수료를 납부하고도 보장매도자 부도 시 손실보전을 받을 수 없는 위험에 노출되어 있는 반면, 보장매도자는 상대적으로 거래상대방 위험으로부터 자유로움.
- 넷째, CDS가 부외계정(off-sheet) 거래인 반면 CLN은 부내계정(on-balance) 거래임.

■ CLN 거래에서 CLN 발행자는 신용위험 보장매입자(protection buyer/risk seller)이며, CLN 투자자는 신용위험 보장매도자(protection seller/risk buyer)임.

- CDS 거래에서 보장매입자는 보장수수료를 보장매도자에게 지급하지만, CLN 거래에서는 보장수수가 CLN 채권의 높은 이자(coupon)의 형태로 보장매도자에게 지급되며, 거래 개시 시점에서 CLN 투자자는 CLN 발행자에게 채권대금을 지급함.

〈그림 1〉 CLN 거래구조



■ CLN 거래구조는 ① ‘CDS 보장매도자 = CLN 발행자’인 경우와, ② ‘CDS 보장매도자 ≠ CLN 발행자’인 경우가 있음.

- ①에서 CDS 보장매도자는 별도의 CDS 계약을 체결하지 않으며 자신이 직접 CLN을 발행하게 되는데, 이때 ‘CLN 신용등급 ≤ CLN 발행자의 신용등급’으로 결정됨.
- ②에서 CDS 보장매도자는 SPC를 설립하고 SPC가 CLN 발행자가 되어 SPC와 별도의 CDS 계약을 체결한 뒤 이를 CLN 투자자에게 전가하는 구조로, 만약 CLN 발행대금으로 신용도가 높은 국채 등의 담보자산을 매입하게 될 경우에는 담보자산의 신용보강에 의해 ‘CLN 신용등급 ≥ CLN 발행자의 신용등급’이 가능함.

- 어느 경우이던 부도 발생 시 CLN 원리금의 가치는 원리금 전액이 아닌 회수가치(recovery)만을 지급받게 됨.
- CLN 이자율은 CLN 발행자의 일반 채권에 비해 상대적으로 높은 편인데, 이는 CLN 발행자의 조달금리에 준거자산의 신용위험프리미엄(credit risk premium of reference asset)이 추가적으로 가산되기 때문임.
  - {CLN 수익률 = 무위험채권수익률( $R_f$ ) + CLN 발행자 신용위험프리미엄( $RP_{CLN\text{발행자}}$ ) + 준거자산 신용위험프리미엄( $RP_{\text{준거자산}}$ )}임.
  - CLN 발행자는 신용위험을 헤지하기 위해, CLN 투자자는 고수익을 추구할 목적으로 CLN 거래가 발생함.
- CLN 거래 측면에서 다음과 같은 이점을 지님.
  - CLN은 실질적인 자금의 교환이 일어나는 증권이므로 CDS 등 신용파생상품에 대한 투자제한 규정이 있는 연기금, 보험회사 등의 신용위험 투자수단으로 활용될 수 있으며, 준거자산 신용위험프리미엄 상당의 수익률 제고가 가능함.
    - 예를 들어, 조세규정/거래제한 등으로 투자가 용이하지 않은 이머징 마켓이나 특정 신용등급 이하 거래상대방 거래제한 규정이 있는 기관투자자의 경우 신용등급이 높은 SPC가 발행한 CLN을 보유함으로써 실질적으로는 해당 국가나 낮은 신용등급의 준거자산에 투자할 수 있음.
  - CLN 발행자는 CLN 발행대금을 확보함으로써 CDS 발행 준거자산의 부도로 인한 리스크를 감소시킬 수 있음.